宁德时代（300750）三季报点评

宁德时代三季报点评：大额减值拖累增速，海外放量强化龙头优势

买入（维持）

2020 年 10 月 28 日

盈利预测与估值	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	45,788	50,074	68,019	91,817
同比（%）	55%	9%	36%	35%
归母净利润（百万元）	4,560	5,059	7,586	10,292
同比（%）	35%	11%	50%	36%
每股收益（元/股）	1.96	2.17	3.26	4.42
P/E（倍）	121.17	109.24	72.84	53.69

投资要点

- **20 年 Q1-3 归母净利润 33.57 亿元，同比下降 3.1%，略低于预期。**2020 年前三季度公司营收 315.22 亿元，同比下降 4.1%；归母净利润 33.57 亿元，同比下降 3.1%；扣非净利润 25.67 亿元，同比下降 13.4%；20Q1-3 毛利率为 27.41%，同比下滑 1.67pct；净利率为 11.68%，同比增加 0.24pct。20Q1-3 计提资产减值损失 8.18 亿元，其中存货跌价准备 6.75 亿元；Q1-3 计提信用减值损失 1.96 亿元。

- **Q3 收入利润稳健，大额减值计提拖累增速。**20Q3 公司实现营收 126.93 亿元，同比增加 0.8%，环比增长 29.54%；归母净利润 14.2 亿元，同比增长 4.24%，环比增长 18.8%，扣非归母净利润 11.91 亿元，同比增长 3.91%，环比增长 25.66%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 27.78%，同比下滑 0.15pct，环比下滑 1.26pct；净利率 12.12%，同比增长 0.89pct，环比下滑 0.52pct；Q3 扣非净利率 9.38%，同比提升 0.28pct，环比下滑 0.3pct。Q3 计提资产减值损失 4.79 亿元，其中主要为存货减值损失，计提信用减值损失 0.74 亿元，大额计提拉低表观利润。

- **Q3 国内、海外需求恢复，出货量同环比稳健增长。**我们预计公司 Q3 动力电池收入确认近 100 亿，同比下滑 10%，环比增 50%。预计 Q3 公司动力电池排产 14gwh 左右，确认收入近 12gwh，同比微增，环比增 55%，其中国内动力装机 8gwh，海外装机 1gwh，车企提前备货增加 3gwh 左右。1-3Q 公司出货量确认 27gwh，Q4 排产超过 18gwh，预计全年公司出货量 45gwh，同比增 13%，其中海外出口 6-7gwh。

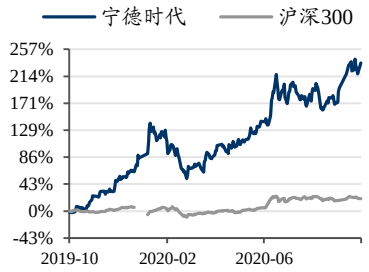
- **Q3 国内份额 48%，略有下降，Q4 特斯拉铁锂版上量后，份额将回升。**国内电动车 Q3 销量 34.5 万辆，环比增长 34%，同比增长 41%，Q3 行业装机电量 16.6gwh，同比增长 36%，环比增长 41%。宁德时代 20Q3 国内装机电量 7.95gwh（含时代上汽、江苏时代），同比增长 1%，环比增 33%，市占率 48%，同比下降 16pct，环比下降 3pct。1-3Q 公司累计装机电量为 16.8gwh，同比下滑 23%，份额 49%，较 19 年下降 3pct。Q3 公司份额略微下滑，主要受特斯拉（1g 配套）增长及比亚迪销量恢复影响，我们预计 Q4 公司配套的铁锂版本特斯拉放量后，份额有望回升，维持 50%左右。

- **盈利预测：**预计公司 20-22 年归母净利润为 50.6/75.9/103 亿元，同比分别 11%/50%/36%；EPS 分别 2.17/3.26/4.42 元；对应现价 PE 分别 109/73/54 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**电动车销量不及预期，氟化工原料价格上涨。

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 阮巧燕
执业证号：S0600517120002
021-60199793
ruanqy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	237.21
一年最低/最高价	68.28/244.10
市净率(倍)	9.01
流通 A 股市值(百万元)	292868.45

基础数据

每股净资产(元)	26.34
资产负债率(%)	51.67
总股本(百万股)	2329.47
流通 A 股(百万股)	1234.64

相关研究

1、《宁德时代（300750）点评：拟推第三次股权激励，定价高位彰显长期信心》2020-10-14

2、《宁德时代（300750）点评：拟认购先导定增+入股 Neo 锂矿，战略投资加速》2020-09-15

3、《宁德时代（300750）中报点评：南枝独有花》2020-08-27

请务必阅读正文之后的免责声明部分

20 年 Q1-3 归母净利润 33.57 亿元，同比下降 3.1%，略低于预期。2020 年前三季度公司营收 315.22 亿元，同比下降 4.1%；归母净利润 33.57 亿元，同比下降 3.1%；扣非净利润 25.67 亿元，同比下降 13.4%；20Q1-3 毛利率为 27.41%，同比下滑 1.67pct；净利率为 11.68%，同比增加 0.24pct。20Q1-3 计提资产减值损失 8.18 亿元，其中存货跌价准备 6.75 亿元；Q1-3 计提信用减值损失 1.96 亿元。

Q3 收入利润稳健，大额减值计提拖累增速。20Q3 公司实现营收 126.93 亿元，同比增加 0.8%，环比增长 29.54%；归母净利润 14.2 亿元，同比增长 4.24%，环比增长 18.8%，扣非归母净利润 11.91 亿元，同比增长 3.91%，环比增长 25.66%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 27.78%，同比下滑 0.15pct，环比下滑 1.26pct；净利率 12.12%，同比增长 0.89pct，环比下滑 0.52pct；Q3 扣非净利率 9.38%，同比提升 0.28pct，环比下滑 0.3pct。Q3 计提资产减值损失 4.79 亿元，其中主要为存货减值损失，计提信用减值损失 0.74 亿元，大额计提拉低表观利润。

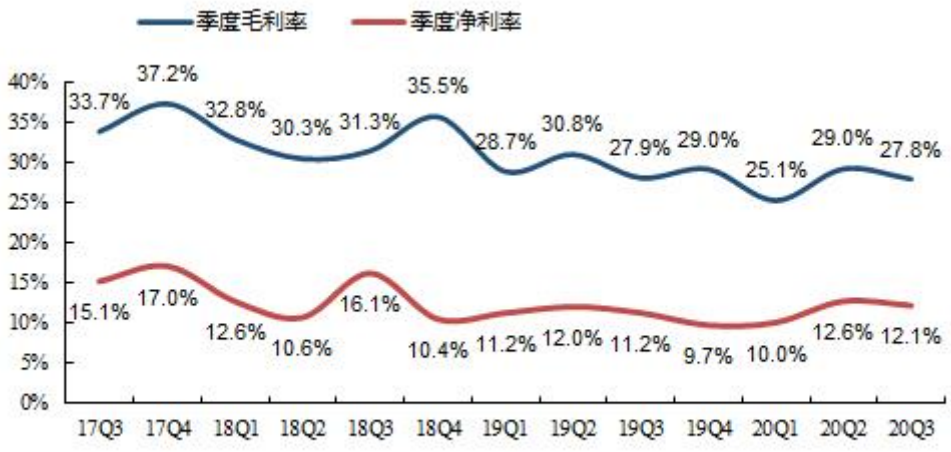
图 1：公司分季度经营情况（百万）

	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
营业收入(百万)	12,693.0	9,798.7	9,030.8	12,932.3	12,591.9	10,282.0	9,981.9
-同比	0.80%	-4.70%	-9.53%	23.45%	28.80%	82.05%	168.93%
毛利率	27.78%	29.05%	25.09%	29.00%	27.93%	30.84%	28.71%
归母净利润(百万)	1419.6	1195.2	742.0	1096.0	1361.9	1055.2	1047.2
-同比	4.24%	13.27%	-29.14%	8.67%	-7.20%	112.06%	153.35%
净利率	12.12%	12.64%	10.02%	9.68%	11.23%	11.96%	11.19%
扣非归母净利润（百万）	1,190.78	948.44	428.20	950.67	1,146.00	902.85	915.70
-同比	3.91%	5.05%	-53.24%	-16.84%	-11.01%	110.86%	240.32%
扣非归母净利率	9.38%	9.68%	4.74%	7.35%	9.10%	8.78%	9.17%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：公司分季度盈利能力

请务必阅读正文之后的免责声明部分

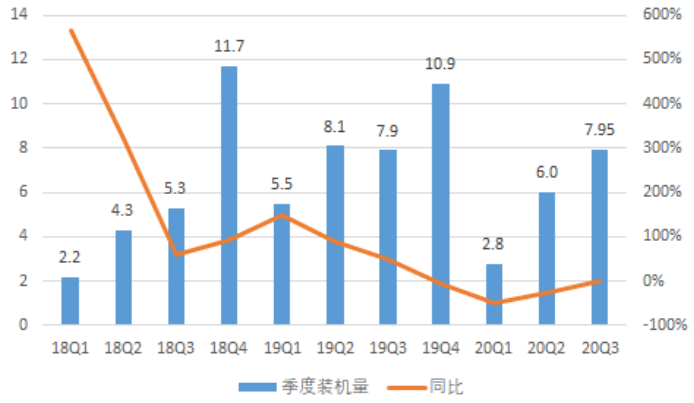


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q3 国内、海外需求恢复，出货量同环比稳健增长。我们预计公司 Q3 动力电池收入确认近 100 亿，同比下滑 10%，环比增 50%。预计 Q3 公司动力电池排产 14gwh 左右，确认收入近 12gwh，同比微增，环比增 55%，其中国内动力装机 8gwh，海外装机 1gwh，车企提前备货增加 3gwh 左右。1-3Q 公司出货量确认 27gwh，Q4 排产超过 18gwh，预计全年公司出货量 45gwh，同比增 13%，其中海外出口 6-7gwh。

Q3 国内份额 48%，略有下降，Q4 特斯拉铁锂版上量后，份额将回升。国内电动车 Q3 销量 34.5 万辆，环比增长 34%，同比增长 41%，Q3 行业装机电量 16.6gwh，同比增长 36%，环比增长 41%。宁德时代 20Q3 国内装机电量 7.95gwh（含时代上汽、江苏时代），同比增长 1%，环比增 33%，市占率 48%，同比下降 16pct，环比下降 3pct。1-3Q 公司累计装机电量为 16.8gwh，同比下滑 23%，份额 49%，较 19 年下降 3pct。Q3 公司份额略微下滑，主要受特斯拉（1g 配套）增长及比亚迪销量恢复影响，我们预计 Q4 公司配套的铁锂版本特斯拉放量后，份额有望回升，维持 50%左右。

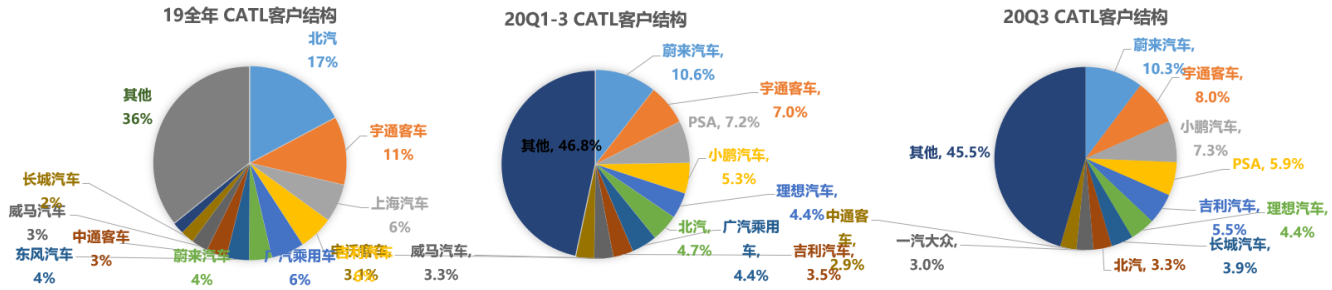
图 3：宁德时代季度装机情况（gwh）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新势力、合资放量贡献增量，强化宁德 TOC 端优势。20 年合资车企和造车新势力放量，而合资车及新势力宁德基本为独供，弥补自主品牌车型订单下滑。Q3 新势力销量 4.1 万辆，同环比增长 136%/90%，合资车单季度销量 4.6 万辆，同比增长 80%。其中蔚来、理想、宝马、大众等基本由宁德时代独供，且宁德已进入国产特斯拉，配套国产标准续航版，Q4 将放量，强化宁德在 toc 端的品牌优势。从装机角度看，20 年 Q1-3 第一大客户为蔚来汽车，配套 1.91gwh，占比 11%；第二大客户为 PSA，配套约 1.3gwh，占比 7.2%；第三大为宇通客车，配套 1.3gwh，占比 7%；第四大为小鹏汽车，配套 0.95gwh，占比 5%；其次为理想、北汽、广汽、吉利等，前五大客户基本为新造车势力及海外客户。

图 4：宁德时代主要客户结构（装机口径）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：20Q1-3 国内车企及电池企业配套关系（装机口径）

		宁德时代	LG化学	比亚迪	中航锂电	国轩高科	松下	亿纬锂能	力神	孚能科技	欣旺达	其他
乘用车		**42.36%**	**18.58%**	**15.26%**	**6.58%**	**3.99%**	**1.59%**	**0.79%**	**1.21%**	**1.50%**	**0.19%**	**5.82%**
特斯拉	特斯拉	0.0%	94.7%				5.3%					
自主	比亚迪			100.0%								
	广汽乘用车	37.3%			52.8%					9.9%		
	长安汽车	15.5%		5.9%	65.0%	13.6%						0.0%
	北汽新能源	64.3%				34.9%				0.8%		
	长城汽车	84.6%										15.4%
	奇瑞汽车	3.9%				35.7%						60.4%
	上海汽车	86.1%										13.9%
	吉利汽车	84.7%			5.3%				0.8%		6.2%	3.0%
	东风汽车	97.4%							1.4%			1.3%
	江淮汽车					53.3%			46.5%			0.2%
	中国一汽	69.1%								15.0%		15.9%
	上汽通用五菱	17.2%				24.3%			7.2%			51.3%
	其他	24.0%		13.3%	22.6%	4.1%		0.1%	6.7%	0.0%	0.8%	28.5%
新势力	蔚来汽车	100.0%										
	威马汽车	59.8%										40.2%
	理想汽车	100.0%										
	小鹏汽车	86.3%						13.3%				0.4%
	合众新能源	56.2%				8.0%		10.9%				24.9%
	其他	58.8%				0.0%		0.1%	7.2%			33.9%
合资	一汽大众	100.0%										
	华晨宝马	100.0%										
	广汽丰田	72.4%			8.3%		19.2%					
	上汽大众	100.0%										
	北京现代	100.0%										
	上汽通用	71.4%	28.6%									
	北京奔驰	100.0%										0.0%
	其他	20.1%		0.0%		22.3%	18.3%		35.2%			4.1%
客车		**74.0%**		**14.3%**		**2.8%**		**3.7%**	**0.6%**			**4.6%**
客车	宇通客车	91.9%				3.9%		0.4%	1.4%			2.4%
	比亚迪			100.0%								
	申沃客车	99.4%										0.6%
	中通客车	88.0%				10.6%			0.7%			0.7%
	金龙集团	77.7%				0.1%		20.3%				1.9%
	厦门金旅	99.7%										0.3%
	安凯汽车	85.7%				14.3%						
	中车时代	100.0%										
	其他	77.1%		0.3%		2.4%		4.3%	1.1%			14.9%
专用车		**56.9%**		**4.8%**	**0.2%**	**10.1%**		**6.4%**	**6.2%**			**15.4%**
专用车	瑞驰汽车	89.2%				2.7%						8.1%
	东风汽车	67.0%						31.4%	0.2%			1.4%
	华晨鑫源	83.5%							16.5%			
	奇瑞汽车	2.1%				93.2%						4.7%
	其他	52.6%		6.3%	0.3%	8.7%		0.6%	9.8%			21.8%
所有车型总计		**49.1%**	**13.9%**	**14.4%**	**4.9%**	**4.2%**	**1.2%**	**1.7%**	**1.5%**	**1.1%**	**0.1%**	**7.9%**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q3 动力毛利率预计环比持平。上半年动力电池毛利率 26.5%，Q3 由于产能利用率提升，预计毛利率 28%左右，与 Q2 持平。价格方面，Q3 价格预计降幅 5%以内，目前三元模组价格 0.9 元/wh，铁锂 PACK 为 1 元/wh，三元 pack 价格 1.1 元/wh；而公司依靠原材料价格下降、工艺改进（大模组、ctp 等技术）、材料体系升级，成本持续下降，毛利率得以维持。

图 6：宁德时代动力电池业务装机情况

		2019年		2020Q1-3		2020Q1		2020Q2		2020Q3	
		装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%	装机电量 gwh	占比%
合计	三元	20.52	64%	10.13	62%	2.03	72%	3.48	61%	4.62	59%
	铁锂	11.42	36%	6.22	38%	0.78	28%	2.22	39%	3.22	41%
	总计	**31.94**	**100%**	**16.35**	**100%**	**2.81**	**100%**	**5.7**	**100%**	**7.84**	**100%**
Pack+电芯	三元	5.51	17%	2.89	33%	0.78	28%	0.97	32%	1.14	28%
	铁锂	10.86	34%	5.74	67%	0.75	27%	2.09	68%	2.9	72%
	总计	**16.36**	**51%**	**8.63**	**100%**	**1.53**	**54%**	**3.06**	**100%**	**4.04**	**100%**
仅电芯	三元	15.01	47%	7.24	94%	1.25	44%	2.51	95%	3.48	92%
	铁锂	0.56	2%	0.48	6%	0.03	1%	0.13	5%	0.32	8%
	总计	**15.58**	**49%**	**7.72**	**100%**	**1.28**	**46%**	**2.64**	**100%**	**3.80**	**100%**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

材料业务跟随电池需求恢复，同比重回增长；其他业务预计收入预计有所回落。Q3 行业正极前驱体价格环比 Q2 上涨 15-20%，同时公司产量环比增长 20%+，我们预计正极材料业务贡献收入 9 亿左右，环比增长 30%，同比恢复增长。同时产能利用率提升，预计 Q3 毛利率提升至 20%以上。1H 其他业务（技术许可费、废料处理、研发服务等）贡献收入 35.5 亿收入，占收入比重 19%，预计 Q3 回落，小幅降低公司整体毛利率。

三费控制优秀，费用率同比降 4pct，环比降 1.7ptc。2020 年前三季度公司三费合计 38.84 亿元，同比下降 17.88%，费用率为 12.32%，同比降低 2.07pct。20Q3 销售费用 5.1 亿元，销售费用率 4%，同比下降 1.3pct；管理费用 3.4 亿元，管理费用率 2.7%，同比下降 1.8pct；财务费用-2.9 亿元，财务费用率-2.3%，同比下降 0.7pct；研发费用 8.2 亿元，研发费用率 6.5%，同比下降 0.2pct。

图 7：公司分季度费用情况（百万）

单位：百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
销售费用	401.18	402.90	673.46	679.02	352.57	439.57	508.93
-销售费用率	4.02%	3.92%	5.35%	5.25%	3.90%	4.49%	4.01%
管理费用	525.05	536.90	567.07	203.66	412.75	396.92	344.58
-管理费用率	5.26%	5.22%	4.50%	1.57%	4.57%	4.05%	2.71%
研发费用	748.59	664.53	842.84	736.15	638.66	659.79	821.71
-研发费用率	7.50%	6.46%	6.69%	5.69%	7.07%	6.73%	6.47%
财务费用	-110.46	-317.59	-204.55	-149.02	-139.68	-262.23	-289.31
-财务费用率	-1.11%	-3.09%	-1.62%	-1.15%	-1.55%	-2.68%	-2.28%
期间费用	1,564.35	1,286.73	1,878.82	1,469.82	1,264.29	1,234.05	1,385.91
-期间费用率	15.67%	12.51%	14.92%	11.37%	14.00%	12.59%	10.92%
资产减值损失	36.21	-385.32	-129.17	-883.64	-96.90	-241.44	-479.42
信用减值损失	14.56	-94.23	-2.31	-124.57	-8.85	-113.17	-74.22

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

Q3 大额计提存货减值损失，影响表观利润。公司采取谨慎式的会计原则，前三季度计提资产减值损失 8.18 亿;计提信用减值损失 1.96 亿,其中 Q3 计提资产减值 4.79 亿，计提信用减值损失 0.74 亿。Q3 公司公司计提存货跌价准备 3.4 亿，规模与 1H 相当，并新增计提 1.4 亿固定资产减值准备，拉低 Q3 表观业绩。

图 8：公司计提减值损失明细（亿元）

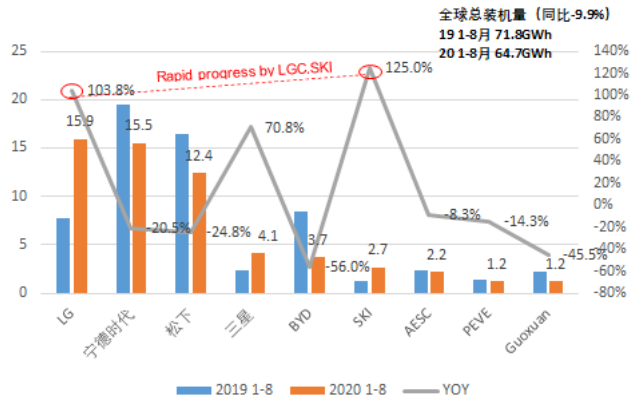
减值项目	20Q1-Q3	20Q3	20H1	19年	19H2	19H1
坏账准备	**1.96**	0.74	1.22	**2.36**	1.27	1.09
-应收账款-坏账准备	**0.23**	0.04	0.18	**-0.09**	0.00	-0.08
-其他应收款-坏账准备	**1.74**	0.70	1.04	**2.44**	1.27	1.17
存货跌价准备	**6.75**	3.37	3.38	**7.40**	4.21	3.19
固定资产减值准备	**1.43**	1.43		**3.89**	3.89	
合计	**10.14**	4.32	5.82	**16.00**	10.64	5.36

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

合同负债环比增长，现金流依旧亮眼。2020 年 Q3 期末公司存货为 93.47 亿，较年初下降 18.58%，较上季度末微增 2%；应收账款 89.88 亿，较年初增长 7.79%，较上季度末增长 15.65%；期末公司合同负债 54.17 亿元，较上季度末增长 22%，表现出公司极强的议价能力，在手订单充裕；期末预计负债 60.5 亿（质保金+销售返利），较上季末微降，较年初增加 14%，新增规模较小。公司 20Q3 单季度经营活动净现金流 45 亿，同比+47%，环比+67%；资本开支为 28.88 亿，同比上升 41.7%，环比下降 6%。账面现金为 664.37 亿,较年初增长 105.88%,主要系公司非公开发行股票及境外美元债券资金到位，足以维持公司未来的资本开支和对外投资需求。

全球市占率 24%，与 LG 齐平，同为全球龙头。根据 SNE 数据，20 年 1-8 月全球电动车装机 65gwh，其中宁德时代装机 15.5gwh（低于实际出货或者高工装机口径），全球市占率 24%。LG 化学受益欧洲电动车高增长，累计装机 16gwh，同比大增 104%，全球市占率 25%，上升全球第一。

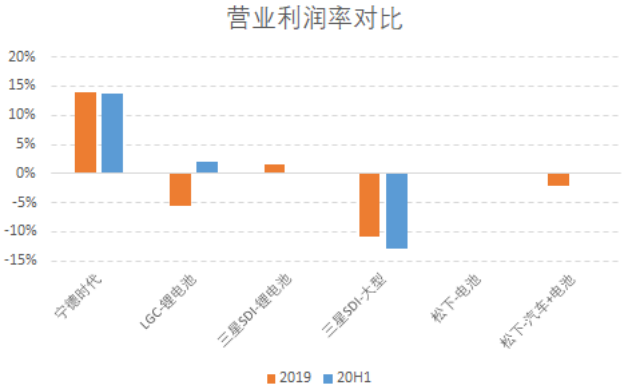
图 9：宁德时代与海外电池企业装机情况对比（gwh）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

海外电池企业开始盈利，但宁德盈利水平仍大幅领先。19Q4 开始松下、LG 化学开始实现单季度盈利，20Q3LG 化学电池业务单季度营业利润率在 5%左右，公司预计 3 年内缓慢提升至 10%左右。其他海外电池厂仍处大幅亏损阶段。而相比之下，宁德时代营业利润率基本保持 15%左右水平，盈利能力大幅领先海外电池厂。

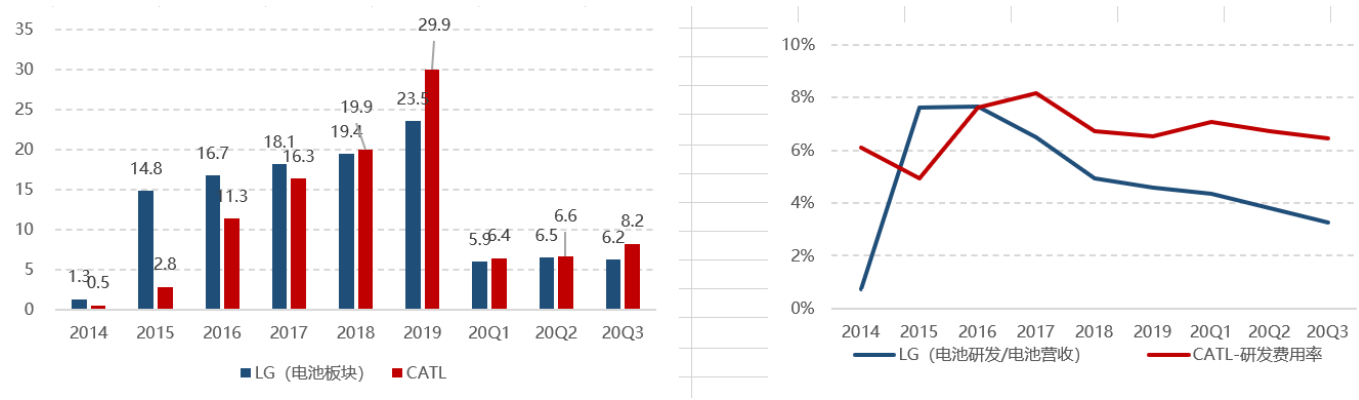
图 10：宁德时代与海外电池企业盈利能力对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

研发投入高于海外，CTP 技术形成技术代差优势。20Q1-3 宁德时代研发费用 21.2 亿元，研发费用率 6.9%，均领先于 LG 化学的电池板块研发投入。CATL 通过大量研发投入，覆盖基础材料至电池的庞大研发体系，力图掌握将各环节的核心技术，已经在部分技术上形成代差优势。如 CTP 技术的应用，公司 16 年开始开发，目前已经储备多代产品，铁锂 CTP 已经广泛应用，三元 CTP 将率先应用于荣威 er6、几何 C 等车型，未来 1-2 年大面积铺开，进度领先海外同行。

图 11：宁德时代与 LG 研发费用对比（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

全面领先，全球龙头地位确立。宁德时代从技术储备、客户定点、产能布局、成本管控等方面看，已全面领先，全球龙头地位确立。公司在国内份额达到 50%左右，海外市场今年开始逐步放量，后续将成公司另一个高增长驱动力。18-19 年获得骄人定点成绩，包括特斯拉、宝马、大众、通用、PSA、现代、丰田等，多点开花，未来 5 年订单可见度高。预计宁德 20 年海外出口 6-7gwh，21 年规模翻倍以上超过 15gwh。长期看，我们预计宁德在国内份额 40%以上，海外份额 20%以上。我们预计公司 20 年出货量 45gwh，21 年有望达到 70-75gwh，同比增 50-60%。

盈利预测：预计公司 20-22 年归母净利润为 50.6/75.9/103 亿元，同比分别 11%/50%/36%；EPS 分别 2.17/3.26/4.42 元；对应现价 PE 分别 109/73/54 倍，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，氟化工原料价格上涨。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

宁德时代三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	71,695	97,244	117,344	146,694
现金	32,270	52,664	60,232	72,775
应收账款	8,339	9,171	12,458	16,816
存货	11,481	12,239	17,131	22,840
其他流动资产	14,499	16,652	19,911	25,345
非流动资产	29,657	33,255	34,495	34,774
长期股权投资	1,540	1,540	1,540	1,540
固定资产	17,417	21,781	24,072	24,101
无形资产	2,302	2,188	2,172	2,054
其他非流动资产	8,397	7,745	6,710	7,078
资产总计	101,352	130,499	151,839	181,467
流动负债	45,607	49,483	65,089	85,248
短期借款	2,126	1,500	1,500	1,500
应付账款	10,692	11,993	16,421	22,111
其他流动负债	32,790	35,990	47,168	61,638
非流动负债	13,557	14,557	14,048	15,048
长期借款	4,981	5,981	6,981	7,981
其他非流动负债	8,576	8,576	7,068	7,068
负债合计	59,164	64,040	79,138	100,297
少数股东权益	4,053	4,523	5,228	6,184
归属母公司股东权益	38,135	61,936	67,474	74,987
负债和股东权益	101,352	130,499	151,839	181,467

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	13,472	10,888	17,747	22,555
投资活动现金流	1,856	-9,500	-9,075	-9,950
筹资活动现金流	4,168	19,007	-1,105	-62
现金净增加额	19,497	20,395	7,567	12,543
折旧和摊销	4,409	5,802	7,710	9,571
资本开支	9,612	9,500	9,100	10,000
营运资本变动	2,158	-703	2,610	2,276

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	45,788	50,074	68,019	91,817
减：营业成本	32,483	36,435	49,887	67,172
营业税金及附加	272	298	404	546
营业费用	2,157	2,303	3,061	3,948
管理费用	4,825	5,108	6,598	8,355
财务费用	-782	-967	-1,452	-1,716
资产减值损失	1,670	1,158	542	1,157
加：投资净收益	45,788	50,074	68,019	91,817
营业利润	5,759	6,421	9,633	13,072
加：营业外净收支	2	7	7	7
利润总额	5,761	6,428	9,640	13,079
减：所得税费用	748	900	1,350	1,831
少数股东损益	452	470	705	956
归属母公司净利润	4,560	5,059	7,586	10,292
EBITDA	9,386	11,256	15,892	20,927

重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.96	2.17	3.26	4.42
每股净资产(元)	17.27	26.59	28.97	32.19
发行在外股份(百万股)	2,208	2,329	2,329	2,329
ROIC(%)	18.8%	17.5%	17.4%	21.9%
ROE(%)	12.0%	8.2%	11.2%	13.7%
毛利率(%)	29.1%	27.2%	26.7%	26.8%
销售净利率(%)	10.9%	11.0%	12.2%	12.3%
资产负债率(%)	58.4%	49.1%	52.1%	55.3%
收入增长率(%)	54.6%	9.4%	35.8%	35.0%
净利润增长率(%)	34.6%	10.9%	50.0%	35.7%
P/E	121.17	109.24	72.84	53.69
P/B	14.49	8.92	8.19	7.37
EV/EBITDA	60	50	36	27

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn